

prof. dr hab. inż. Tadeusz Waściński

Politechnika Warszawska, Wydział Zarządzania

dr inż. Grażyna Paulina Wójcik

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Wydział Inżynierii Produkcji

Kierunki rozwoju rynku finansowego po kryzysie Directions of development of financial market after crisis

Streszczenie: *W pracy omówiono przyczyny wywołujące kryzysy tj. ekspansywną politykę pieniężną prowadzącą do powstania niebezpiecznie wysokiego deficytu budżetowego. Stwierdzono, że konieczne jest prowadzenie intensywnych badań nad przyczynami i naturą kryzysów w celu opracowania systemu możliwie wczesnego ostrzegania przed nimi i zapobiegania im.*

Abstract: *The article presents causes the calling out crises such how the expansive money leading to rise of dangerously high budget deficit policy. It was affirmed, that is necessary the leadership of intensive investigations over causes and the nature of crises in aim of study of possibly early system warning before them and the prevention them.*

Wprowadzenie

Wciąż niestabilna sytuacja na międzynarodowych rynkach kapitałowych, wskazania Komisji Europejskiej dotyczące objęcia konsumentów hipotecznych pełniejszą ochroną, a w Polsce zmiany m.in. regulacji prawnych i wzrost awersji klientów do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego skłaniają do wnikliwej analizy czynników sukcesu i perspektyw rozwoju rynku finansowego.

Polska i kraje Nowej Europy wydają się być dobrze zabezpieczone przed skutkami zawirowań na światowych rynkach finansowych. Coraz większe zainteresowanie rynku innowacyjnymi sposobami inwestowania i przemodelowanie struktury portfela oszczędności ludności, to istotne przesłanki do tworzenia nowych modeli biznesowych oraz silniejszej integracji instytucji bankowych i ubezpieczeniowych ze szczególnym uwzględnieniem zarządzania bazami danych, szacowania ryzyka i ochrony reputacji.

Proces pogłębiania i rozszerzania integracji europejskiej w obszarze rynkowego systemu finansowego przybrał formę splotu konsolidacji instytucji finansowych, liberalizacji rynków finansowych i harmonizacji regulacji nadzorczych oraz budowy nowego ładu monetarnego.

W ostatniej dekadzie XX wieku wśród głównych argumentów ekonomicznych na rzecz rozszerzenia i pogłębienia integracji europejskiej wymienia się¹:

- stabilność cen,
- stabilność kursu wymiennego w ramach UE,
- wspólną walutę,
- obniżenie kosztów transakcyjnych,
- instytucjonalizację jednoznacznie antyinflacyjnego, niemieckiego wzorca banku centralnego (Bundesbank) w formie EBC,
- zwiększenie korzyści skali,
- wzmocnienie konkurencyjności przez wzmocnienie mechanizmu rynkowego,
- zwiększenie wydajności pracy i efektywności gospodarowania,
- zwiększenie handlu wewnątrz UE.

Wśród głównych argumentów politycznych wymienia się:

- wzmocnienie pozycji Europy wobec reszty świata,
- zreformowanie państwa dobrobytu,
- wzmocnienie suwerenności na poziomie UE,
- integrację państw narodowych,
- euro-rezerwową walutą świata.

Pogłębianie i rozszerzenie integracji europejskiej wymaga harmonizacji regulacji systemu finansowego między państwami członkowskimi oraz między regulacjami dotyczącymi finansów publicznych i finansów prywatnych.

Kryzysy na globalnych rynkach finansowych

Rozwój globalnych rynków finansowych byłby niemożliwy bez otwarcia narodowych rynków finansowych. Liberalizację i deregulację tych rynków rozpoczęły kraje wysoko rozwinięte w latach 70. Od drugiej połowy lat siedemdziesiątych XX wieku globalnym problemem stały się zaburzenia systemów finansowych, które uniemożliwiają ich funkcjonowanie, w rezultacie prowadząc do rozprężenia obrotu gospodarczego².

Występujące w gospodarce światowej w ostatnich dziesięcioleciach ubiegłego wieku załamania finansowe w formie kryzysu zadłużenia lat 80., kryzysów walutowych w Europie na początku lat 90. i kryzysów finansowych w Meksyku, szeregu krajów Azji, Rosji, Brazylii, Argentynie, Turcji i pełzającego kryzysu w Japonii nie mogą być wyjaśnione w ten sam sposób. Dokładna analiza pozwala na identyfikację wywołujących je czynników wewnętrznych, tj. błędów w polityce makroekonomicznej i słabości strukturalnych oraz instytucjonalne poszczególnych krajów. W warunkach postępującej globalizacji i związanej z nią liberalizacji oraz deregulacji rynków

¹ A. Verdun, *European Responses to Globalization and Financial Market Integration*, Perceptions of Economic and Monetary Union in Britain, France and Germany, Palgrave-Macmillan, Houndmills-New York 2000, s. 204.

² K. Rogoff, J. Zettelmeyer, *Bankruptcy Procedures for Sovereigns. A history of Ideas*, 1976-2001, "IMF Working Paper" nr 133, Washington, D.C. 2002.

finansowych polityki narodowe nie są nigdy niezależne od czynników zewnętrznych, czyli rozwoju globalnych parametrów, takich jak ceny (*terms of trade*), kursy walutowe i stopy procentowe. Na te parametry poszczególne kraje nie mają żadnego lub tylko niewielki wpływ. W tych warunkach pozostaje im tylko ich akceptacja i dostosowanie się do zmieniającej się sytuacji w gospodarce światowej.

Dla wystąpienia zjawisk kryzysowych znaczenie mają czynniki psychologiczne. Można tu wskazać na tzw. instynkt stadny inwestorów, czyli orientowanie się na reakcje innych, pesymistyczne i optymistyczne nastroje inwestorów oraz zjawisko „samospełniającej się przepowiedni”, czyli „podążanie za prognozą” (ang. *self fulfilling prophency*).

Według neoklasycznej interpretacji kryzysy finansowe powstają wskutek makroekonomicznych zmian wywołanych postępowaniem inwestorów finansowych. Może ono być zależne od długookresowych czynników wzrostu (np. postępu technicznego), koniunkturalnych wahań popytu oraz zmian w gospodarce światowej.

Jest to proces normalny i konieczny dla rynkowej alokacji rozmiarów i struktury inwestycji. Może ono przecież być także niespodziewane i błędne, a w konsekwencji wymusić kosztowne społecznie dostosowania. Kryzys finansowy oznacza jednocześnie wystąpienie kryzysu kilku elementów systemu finansowego i na ogół związany jest z załamaniem się waluty danego kraju. Załamanie się danej waluty, czyli kryzys walutowy oznacza spadek zaufania inwestorów finansowych do danej waluty, co powoduje jej gwałtowną i masową wyprzedaż, czyli ucieczkę kapitałów za granicę, której najczęściej bezpośrednim efektem jest dewaluacja.

Kryzys walutowy może istnieć samoistnie lub też być związany z kryzysami innych elementów systemu finansowego:

- kryzysem pieniężnym w formie znacznego wzrostu stóp procentowych i zmniejszenia rozmiarów pieniądza w obiegu,
- kryzysem bankowym – ograniczeniami i zawieszeniem wypłat bankowych oraz bankructwem niektórych banków,
- kryzysem giełdowym, czyli gwałtownym i znacznym spadkiem cen giełdowych papierów wartościowych.

Klasyfikacja przyczyn wywołujących kryzysy

Różnorodność przyczyn wywołujących kryzysy, a jednocześnie cechy zbieżne niektórych z nich spowodowały, że podjęto próby ich klasyfikacji oraz budowania ich modeli teoretycznych. Pierwsza grupa modeli, zwanych kanonicznymi lub pierwszej generacji, nawiązuje do kryzysów walutowych końca lat 70. i początku lat 80., jakie miały miejsce w Ameryce Południowej (Meksyk, Argentyna). Według P. Krugmana, który był głównym twórcą tych modeli, kryzys wywołują czynniki wewnętrzne tj. ekspansywna polityka pieniężna prowadząca do powstania niebezpiecznie wysokiego deficytu budżetowego.

towego³. Deficyt ten finansowany jest emisją pieniądza, co oznacza wzrost inflacji. Przy stałym kursie wymiany powoduje to spadek konkurencyjności eksportu i wzrost atrakcyjności importu. W ten sposób rośnie deficyt obrotów handlowych i zmniejszają się rezerwy dewizowe.

W celu przywrócenia równowagi zewnętrznej rząd może podjąć interwencję na rynku walutowym, zaostrzyć politykę fiskalną i podwyższyć stopy procentowe. Jeśli te środki okażą się nieskuteczne, to jest zmuszony podjąć decyzję o dewaluacji, którą przyspiesza atak spekulantów na walutę krajową. Do kryzysu pierwszej generacji można zaliczyć także kryzys, który wybuchł w Rosji w 1998 roku. Był on wynikiem dość chaotycznej polityki makroekonomicznej, jaką prowadziła Rosja w początkowym okresie transformacji. Spowodowała ona powstanie wielkiego deficytu budżetowego, nadmiernego zadłużenia banków, istnienie ogromnej strefy korupcji i wycieku za granicę wielu miliardów dolarów.

Pozorna prywatyzacja sprzyjała funkcjonowaniu wielkich nieefektywnych konglomeratów finansowo-przemysłowych, które w dodatku nie płaciły do budżetu należnych podatków. Sygnałem do wybuchu kryzysu był znaczny spadek cen surowców – głównego artykułu eksportowego Rosji w związku z kryzysem w Azji⁴.

Jeśli modele pierwszej generacji wskazują na nierozważną politykę makroekonomiczną jako przyczynę kryzysów, to w przypadku modeli drugiej generacji dotyczą krajów prowadzących rozsądną politykę i dysponujących znacznymi rezerwami walutowymi. Kraje te mogą utrzymywać stały kurs walutowy jako element polityki nastawionej na stabilizację gospodarki, a także ze względu na zobowiązania wynikające z uczestnictwa we wspólnym systemie walutowym. Mogą jednak także zmieniać priorytety swojej polityki: zdewaluować walutę i upłynnić kurs⁵. Celem tego przedsięwzięcia może być dążenie do wzrostu konkurencyjności handlu zagranicznego i produkcji, zmniejszenie bezrobocia, długu publicznego i płac realnych, czyli generalnie do ożywienia gospodarki i przyspieszenia wzrostu.

Możliwe są różne stany równowagi determinowane przez poziom i charakter kursu oraz cele polityki gospodarczej. Jeśli w danym kraju pojawią się przesłanki, które uzasadniają przejście poprzez dewaluację do nowego stanu równowagi, to spekulanci mogą przypuścić atak na jego walutę, przyspieszając odpowiednio taką decyzję. Władze krajowe mogą wcześniej lub później uznać, że obrona poziomu kursu jest dla gospodarki nieopłacalna. Klasycznym przykładem takiego rozwoju sytuacji był przykład Wielkiej Brytanii i gry spekulacyjnej G. Sorosa. Na podstawie kryzysu walutowego w tym i innych krajach Europejskiego Systemu Walutowego, które miały miejsce w 1992 roku, M. Obstfeld sformułował założenia modeli drugiej generacji. Również kryzys walutowy w Hongkongu w 1998 roku można uznać za spełniający założenia tego modelu.

³ Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, ISBN: 83-01-12455-5, s. 16.

⁴ J. Rymarczyk, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 64.

⁵ Tamże, s. 65.

Analiza kryzysów finansowych, które wystąpiły na „emerging markets” szczególnie w Meksyku w latach 1994/95 i w Azji w latach 1997/98 pozwala rozpoznać pewien schemat ich pojawiania się i przebiegu, których nie można w wystarczającym stopniu wyjaśnić przy pomocy wcześniej przytoczonej teorii neoklasycznej. Punktem wyjścia był powstający z masowej płynności w dużych centrach finansowych (Londyn, Nowy Jork, Tokio) strumień kapitału, który poszukiwał rentownych możliwości inwestycyjnych. Szczególnie atrakcyjnie, z punktu widzenia wysokości stopy zwrotu, przedstawiały się „emerging markets”, co potwierdzały oceny agencji ratingowych i innych oficjalnych instytucji finansowych. Masowy napływ kapitału był możliwy, ponieważ kraje te, pod naciskiem międzynarodowych instytucji, zliberalizowały i zderegulowały swoje rynki finansowe. Jednocześnie nie stworzyły niezbędnych zabezpieczeń przed negatywnymi skutkami tego procesu. Ponadto w wielu przypadkach w interesie pożyczkodawców i inwestorów leżało obchodzenie regulujących przepisów w celu obniżenia kosztów.

Napływ kapitałów na rynki finansowe tych krajów wkrótce przekroczył ich możliwości absorpcyjne warunkowane niewielkimi ich rozmiarami i niedorozwojem ich infrastruktury instytucjonalnej. Wśród inwestorów pojawiły się obawy, że ich oczekiwania co do rentowności inwestycji mogą nie zostać spełnione lub nawet mogą ponieść oni straty. Reakcją na to był gwałtowny zwrot strumienia kapitałów wzmocniony przez falę spekulacji w stosunku do waluty kraju inwestora. Tak jak wysoki przepływ kapitałów prowadził do przewartościowania tej waluty z negatywnymi konsekwencjami dla bilansu handlowego, tak spadek zaufania i gwałtowny odpływ spowodował jej dewaluację sięgającą 50% i więcej. W szczególności banki i przedsiębiorstwa w nadmiernym stopniu wykorzystywały krótkoterminowe kredyty zagraniczne, przeznaczając je na finansowanie spekulacyjnych zakupów (ziemia, budynki) i ryzykownych projektów inwestycyjnych.

Badania wykazały, że w latach 90. w krajach azjatyckich stopa zwrotu z inwestycji była niższa niż koszt pozyskania kapitałów. Tego rodzaju działania wynikały ze słabego oficjalnego nadzoru nad działaniem banków i powiązań władz państwowych i partii rządzących z instytucjami finansowymi i wielkimi przedsiębiorstwami. Zjawisko to zostało nazwane „kapitalizmem kolesiów” (ang. *crony capitalism*). Nieformalne i poufne gwarancje uzyskiwane w wyniku tych powiązań powodowały uprawianie moralnego hazardu (ang. *moral hazard*) w formie zaciągania kredytów i wydatkowania ich na cele, które były zbyt ryzykowne i przy uwzględnieniu kryteriów czysto rynkowych nigdy nie byłyby realizowane⁶.

Tendencje do odpływu kapitałów wzmocniało zjawisko określane jako „instytut stadny” inwestorów. Polega ono na tym, że uczestnicy rynków finansowych w swoim postępowaniu orientują się na innych, wspierając w ten sposób masowe ruchy kapitałów w określonym kierunku. Ocenę tego sposobu postępowania na rynkach finansowych przedstawił J.M. Keynes stwierdzając, że inwestorzy wolą ponieść konwencjonalną klęskę niż mieć niekonwencjonalną rację. Wyjaśnienie tego zjawiska jest dość proste. Suk-

⁶ Tamże, s. 66.

ces inwestora w dużej mierze nie zależy od wyboru „właściwej” waluty lub „właściwych” papierów wartościowych na podstawie przeprowadzonej analizy fundamentalnej, ale przede wszystkim od tego, czy inni inwestorzy podejmą podobne decyzje. Tylko wtedy bowiem kurs zmieni się w oczekiwanym kierunku. W ten sposób jednak racjonalne postępowanie indywidualnych inwestorów przekształca się w zbiorową irracjonalność z nieprzewidywalnymi ekonomicznymi, społecznymi, a często i politycznymi konsekwencjami.

Na postępowanie „stadne” inwestorów istotny wpływ wywierają agencje ratingowe. Ich oceny biorą pod uwagę inwestorzy i banki przy udzielaniu kredytów. W ten sposób starają się zmniejszyć ryzyko i podnieść racjonalność swojego postępowania. W konsekwencji jednak oceny agencji ratingowej przyczyniają się do powstawania mechanizmu „samospełniającej się przepowiedni”.

Orientacja na innych wynika także z nierównomiernego dostępu do informacji. W warunkach szybko rosnących na świecie alternatywnych możliwości inwestowania, występuje permanentne zapotrzebowanie na informacje. Ich niedobór skłania do wzorowania się na innych uczestnikach rynku, uchodzących za lepiej poinformowanych.

Podobnie jak inwestorzy, postępują również instytucje udzielające kredytu. Jeśli liczące się banki udzielają kredytów instytucjom i prywatnym przedsiębiorcom w danym kraju, to świadczy to o ich solidności i zwiększa gotowość innych do postępowania w ten sam sposób. Jeśli jednak międzynarodowa konkurencyjność przedsiębiorstw danego kraju istotnie się pogarsza lub powstaje przekonanie, że może się pogorszyć, jest to sygnał dla kredytodawców do bardziej ostrożnego postępowania.

Zdolność konkurencyjna może ulec pogorszeniu wskutek⁷:

- załamania się ważnych rynków eksportowych,
- znacznego spadku cen ważnych dóbr eksportowych,
- znacznego wzrostu cen dóbr importowych,
- wzrostu międzynarodowych stóp procentowych (przypadek Meksyku w 1994 roku).

We wszystkich tych przypadkach zmniejszają się dochody kredytobiorców, a tym samym ich możliwości terminowej obsługi zadłużenia. Jeśli przybiera to szerszy zakres, to wierzyciele weryfikują swoje linie kredytowe i wykazują większą ostrożność przy udzielaniu nowych kredytów. Podobnie inwestorzy sprawdzają swoje zaangażowanie i jeśli mają alternatywne możliwości inwestowania, wycofują kapitał.

W kilku krajach (np. w Tajlandii) przyciągnięty wysokim oprocentowaniem kapitał zagraniczny przez długi czas finansował połowę strukturalnego deficytu handlowego. Gdy stało się jasne, że pomimo dopływu kapitału do Tajlandii interwencje banku centralnego nie zdołają utrzymać kursu bahta, nastąpił odwrót od tej waluty.

⁷ Tamże, s. 67.

Makroekonomiczne wstrząsy powodują masowy odpływ kapitału, gdy⁸:

- wierzyciele dochodzą do przekonania, że bieżące dochody kredytobiorcy nie wystarczą do obsługi długu,
- rentowność inwestycji i lokat spada.

W warunkach gospodarki otwartej, bez kontroli przepływu kapitału jego odpływ może być gwałtowny i silny. Wiele jednak zależy od struktury długu – długoterminowe (bezpośrednie) inwestycje stanowią czynnik hamujący, podczas gdy duży udział kapitału krótkoterminowego, przy niewystarczających rezerwach walutowych, zwiększa niebezpieczeństwo nagłego odpływu i wybuchu kryzysu walutowego i finansowego.

Większość kryzysów finansowych w latach 80. i 90. związana była z wysokim, krótkoterminowym zadłużeniem zagranicznym w obcej walucie. Ta kombinacja jest szczególnie kryzysogenna, jeśli nadmierne zadłużenie banków i dużych przedsiębiorstw staje się widoczne dopiero po pierwszych oznakach kryzysu – jak to miało miejsce w Azji w 1997 roku lub jeśli „poufna” wiedza o zamierzonej dewaluacji (przypadek Brazylii w 1998/99 r.) przyczynia się do ucieczki kapitału. Im większy jest poziom zobowiązań w obcej walucie, tym bardziej zdolności płatnicze danego kraju zależą od jego międzynarodowej konkurencyjności. Aby móc obsługiwać zadłużenie i przekonać inwestorów o atrakcyjności inwestowania, dany kraj musi osiągać w krótkim czasie wystarczające dochody dewizowe. Przecież kraje rozwijające się często uzależnione są od eksportu jednego rodzaju towaru (produktów rolnych, surowców mineralnych), a zatem silnie od wahań koniunktury na danym rynku, co nie sprzyja stabilnym dochodom.

Swoboda międzynarodowych przepływów kapitału powoduje, że kryzysy mogą wybuchać także wskutek „zarażenia się” tj. przeniesienia się ich efektów z kraju do kraju (tzw. efekt tequili). Spadek zasobów kapitałowych w kraju dotkniętym kryzysem finansowym może prowadzić inwestorów do przekonania, że w krajach o podobnej strukturze gospodarczej wcześniej lub później mogą wystąpić podobne symptomy kryzysu - co będzie skłaniać ich do ucieczki z nich. Ten proces może być wzmocniony wskutek dodatkowego zapotrzebowania na płynne środki w kraju objętym kryzysem.

Odpływ kapitału zagranicznego może również spowodować dewaluację w tym kraju. W ten sposób spadnie popyt na produkty u jego partnerów handlowych i nastąpi u nich pogorszenie koniunktury gospodarczej. Dewaluacja oraz próby zahamowania odpływu kapitału przy pomocy restrykcyjnej polityki pieniężnej i podwyższenia stóp procentowych mogą wywołać w innych krajach podobne działania obronne, które zmniejszą ich skuteczność w kraju je inicjującym.

Aby wyjaśnić złożoność kryzysów trzeciej generacji, trzeba brać pod uwagę zarówno czynniki zewnętrzne, jak i wewnętrzne oraz psychologiczne. W warunkach swobody przepływu kapitału i deregulacji rynków finansowych nie wystarczy prowadzenie rozsądnej polityki makroekonomicznej. W krajach azjatyckich w okresie przez kryzysem kurs był stabilny, inflacja niska, deficyty bieżących obrotów handlowych na ogół niewielkie, utrzymywały się

⁸ M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, PWE, Warszawa 2002, s. 35.

nadwyżki dochodów budżetowych, a jednak nastąpiło załamanie. W największej mierze przypisywane jest ono słabościom strukturalnym i instytucjonalnym tych gospodarek, takim jak niska efektywność inwestycji, zbyt wysokie zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw, ryzykowne kredytowanie przez pozbawione właściwego nadzoru banki, polityczne powiązania pomiędzy państwem a podmiotami gospodarczymi i wszechobecna korupcja.

Wynika z tego, że we współczesnych globalnych warunkach gospodarowania poszczególne kraje powinny dbać nie tylko o prawidłowe reakcje makroekonomiczne, ale i o jakość i efektywność zarządzania mikroekonomicznego, a także brać pod uwagę psychologiczne aspekty postępowania inwestorów finansowych.

Kryzysy walutowe i finansowe w gospodarce światowej wydają się być zjawiskiem nieuniknionym. Można stwierdzić, że gospodarki poszczególnych krajów rozwijają się od kryzysu do kryzysu. W warunkach globalizacji i wynikającego z niej otwarcia rynków finansowych i wzrostu powiązań między nimi zjawiska kryzysowe mogą być łatwo przenoszone z kraju do kraju.

Pomimo pewnego determinizmu wynikającego z powyższych stwierdzeń, konieczne jest prowadzenie intensywnych badań nad przyczynami i naturą kryzysów w celu opracowania systemu możliwie wczesnego ostrzegania przed nimi i zapobiegania im.

Stabilizacja rynków finansowych

Duża częstotliwość i gwałtowny przebieg kryzysów finansowych ogarniających nie tylko poszczególne kraje, ale i destabilizujące całe regiony świata (efekt zarażenia: ang. *infection effect*) wywołuje konieczność podjęcia działań stabilizacyjnych wykraczających poza narodowe ramy.

Odpowiedzią na to wyzwanie jest koncepcja stworzenia „globalnej architektury finansowej” (ang. *global financial architecture*: GFA), która stanowiłaby element „globalnego sterowania (ang. *global governance*)” gospodarkami wszystkich krajów⁹.

Celem jej jest przeciwstawienie się negatywnym skutkom globalizacji rynków finansowych – przywrócenie ładu i połączenie procesów ekonomicznych z celami społecznymi. Formułuje ona dla poszczególnych krajów określone zadania i wskazuje na konieczność liczenia się z ograniczeniem (erozją) ich suwerenności dla dobra wszystkich. GFA nie ma charakteru rządu światowego, ponieważ nie istnieje „państwo świata”. Jest to forma współpracy i koordynacji działań oparta na supra- i multinarodowej umowie.

Globalną architekturę systemu finansowego można sprowadzić do pięciu grup problemowych¹⁰:

- zwiększenie przejrzystości funkcjonowania systemów finansowych zarówno lokalnych, jak i globalnych przez promowanie najlepszych praktyk w tej dziedzinie,

⁹ J. Rymarczyk, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 68.

¹⁰ *Entering the 21st Century, World Development Report 1999/2000*, World Bank-Oxford University Press, New York 2000, Rozdział 3.

- wzmocnienie regulacji ostrożnościowych we wszystkich krajach,
- zdyscyplinowanie polityki makroekonomicznej w krajach o wschodzącej gospodarce rynkowej,
- udoskonalenie zabezpieczenia się przed kryzysami finansowymi oraz włączenie w ich przewyżnianie kapitału prywatnego,
- promowanie polityki społecznej mającej na celu ochronę biednych i najsłabszych ekonomicznie.

„Globalna architektura finansowa” zakłada konstruktywną współpracę tradycyjnych instytucji z Bretton Woods tj. Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Światowego oraz takich organizacji międzynarodowych, jak OECD, Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Międzynarodowa Organizacja Nadzoru nad Papierami Wartościowymi, Międzynarodowa Organizacja Nadzoru nad Ubezpieczeniami i szereg innych, a także rządów i parlamentów poszczególnych krajów. Uczestniczyłyby w niej wiele mniej „formalnych instytucji” tworzących tzw. miękkie prawo (ang. *soft law*) – w formie standardów, zaleceń, reguł postępowania i wskazówek (ang. *guidelines, codes of conduct, gentlemen agreements*).

Istotną rolę w tworzeniu takiej architektury spełniają obecnie „grupy” krajów G3, G7, G10, G20 itd. Ich przedstawiciele spotykają się mniej lub bardziej regularnie i formułują potrzeby koordynacji i regulacji rynków finansowych oraz starają się pomagać rządów w takiej działalności.

Na podkreślenie zasługuje działalność utworzonego w 1999 r. z inicjatywy szczytu krajów G7 Forum Stabilizacji Finansowej (*Financial Stability Forum: FSF*). W jego skład wchodzi przedstawiciele ministerstw finansów, banków emisyjnych oraz nadzoru bankowego z USA, Japonii, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Francji, Włoch i Kanady, a także z MFW, Banku Światowego, Banku Rozrachunków Międzynarodowych i OECD. Ponadto w jego obradach biorą udział przedstawiciele „świata finansów” z Hongkongu i Singapuru. Spotykają się oni kilka razy w roku w celu wymiany informacji i doświadczeń związanych z rynkami finansowymi i sytuacją finansową poszczególnych krajów.

W ramach FSF powołane zostały trzy grupy problemowe, które zajęły się „przybrzeżnymi centrami finansowymi” (ang. *offshore financial centers: OFC*), czyli oazami podatkowymi, funduszami hedgingowymi oraz problemami krótkoterminowych przepływów kapitałowych.

Przedstawiona przez pierwszą z wymienionych grup ocena OFC jest bardzo krytyczna. Jej zdaniem brak odpowiednich reguł postępowania i efektywnej kontroli, nieprzestrzeganie międzynarodowych standardów powoduje, że stanowią one stałe zagrożenie dla międzynarodowego systemu finansowego. Sprzyjają nasilaniu i rozprzestrzenianiu się kryzysów finansowych ze względu na masowy charakter przepływających przez dużą ich liczbę (około 100) krótkoterminowych kapitałów.

Brak przejrzystości ich działalności prowadzi do „prania brudnych pieniędzy” w ogromnych rozmiarach. Ponadto jako „raje podatkowe” zmniejszają wpływy podatkowe do budżetów poszczególnych państw.

W związku z powyższym sformułowano następujące zalecenia¹¹:

- w OFC pod kierunkiem MFW powinny zostać wprowadzone międzynarodowe standardy i regulacje finansowe oraz stworzony efektywny nadzór instytucjonalny,
- poszczególne kraje powinny wprowadzić zezwolenia na działalność w OFC i publikować listy osób, które ją prowadzą,
- nadzór w OFC powinien obejmować nie tylko instytucje finansowe, ale także ubezpieczenia i handel papierami wartościowymi,
- należy wezwać OFCD, aby swoją działalność finansową zgłosiły w Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

Jednocześnie OECD sporządziło listę OFC, w stosunku do których powinny być podjęte sankcje, ponieważ nie wykazały skłonności do współpracy w realizacji zaleceń Forum. Znajdowały się na niej: Egipt, Wyspy Cooka, Dominikana, Grenada, Gwatemala, Indonezja, Izrael, Liban, Wyspy Marshalla, Myanmar, Nauru, Nigeria, Niue, Filipiny, Rosja, St. Kitts and Nevis, St. Vincent and Grenadines, Ukraina i Węgry.

Duży potencjał ryzyka związany z działalnością funduszy hedgingowych i ich niekorzystny wpływ na stabilność globalnego systemu finansowego spowodował, że także w stosunku do nich FSF wydało zalecenia. A mianowicie uważa ono, że:

- powinno ulec poprawie zarządzanie ryzykiem w funduszach hedgingowych,
- zasady ich działania powinny być określone poprzez dostosowanie ich do ustawodawstwa poszczególnych krajów,
- kierujących nimi powinny obowiązywać reguły „dobrego zarządzania” (ang. *good governance*).

Propozycje uregulowania krótkookresowych przepływów kapitałowych oparte zostały o kryteria nadzoru, ostrożności, przejrzystości i kooperacji. Obejmują one¹²:

- poprawę monitoringu przepływów kapitałowych i wskaźników makroekonomicznych w poszczególnych krajach,
- poprawę zarządzania ryzykiem w publicznym i prywatnym sektorze bankowym; szczególnie zarządzania płynnością i długiem,
- rozbudowę nadzoru, w tym kontrolę ryzyka i górnej granicy kredytów w obcych walutach,
- kontrolę importu kapitału w szczególnie uzasadnionych sytuacjach,
- pobudzanie długoterminowych inwestycji poprzez emisję długoterminowych państwowych obligacji,
- zwiększenie przejrzystości poprzez lepsze statystyki, księgowość i bilanse.

Oprócz wyżej wymienionych grup problemowych FSF powołało także grupę, której celem było opracowanie projektu wprowadzenia i przestrzegania w krajach rozwijających się reguł postępowania i jawności działania państwowych i prywatnych banków oraz publicznych instytucji (*Standards and*

¹¹ J. Rymarczyk, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 70.

¹² Tamże, s. 71.

Codes) przy pomocy MFW i Banku Światowego. Realizacja projektu umożliwiłaby biednym krajom lepszy dostęp do międzynarodowych rynków finansowych i uzyskanie korzystniejszych warunków kredytowania.

Program strukturalnego dostosowania

Od początku lat 90. MFW i Bank Światowy, a także wiele międzynarodowych gremiów politycznych i naukowych zalecały i wymagały od krajów zagrożonych lub dotkniętych kryzysem realizacji programu „strukturalnego dostosowania”.

Nosił on nazwę „Konsensus Waszyngtoński” (*Washington Consensus*) i zawierał następujące wskazania¹³:

- utrzymanie dyscypliny budżetowej,
- zniesienie w publicznych budżetach priorytetu wydatków na kształcenie, zdrowie, infrastrukturę,
- przeprowadzenie reformy podatkowej polegającej na rozszerzeniu bazy podatkowej i obniżeniu stawek podatkowych,
- podwyższenie stóp procentowych w celu ograniczenia odpływu kapitałów i przyciągnięcia nowych,
- wprowadzenie korzystnych dla zdolności konkurencyjnej kursów walut,
- liberalizację handlu,
- zwiększenie wsparcia dla zagranicznych inwestycji bezpośrednich,
- szeroko zakrojoną prywatyzację przedsiębiorstw i instytucji,
- deregulację, odbiurokratyzowanie i ograniczenie państwowych wpływów,
- wzmocnienie prawa własności w drodze jednoznacznego jej prawnego zdefiniowania.

Realizacja tych wskazań nie umożliwiła uniknięcia kryzysów finansowych. Działania MFW i Banku Światowego poddane zostały powszechnej krytyce. Zarzucono im jednostronną orientację na interesy wierzycieli i brak przejrzystości działania. Uznanie zyskał pogląd, że rządy krajów dotkniętych problemem braku płynności powinny reagować nie tylko na sygnały rynków kapitałowych, ale także brać pod uwagę społeczne i polityczne interesy swojej ludności. Nie mogą one przedkładać krótkookresowych oczekiwań inwestorów kapitałowych nad realizację długookresowych projektów ekonomicznych.

Musi istnieć równowaga pomiędzy warunkami, które stawiają MFW i Bank Światowy przy udzielaniu kredytów, a środkami, które społeczeństwo kraju dotkniętego kryzysem musi ponieść w celu jego przezwyciężenia. Wierzyciele w większym zakresie muszą być włączeni w przezwyciężanie kryzysu finansowego i ponosić jego ryzyka.

W przeszłości udzielane na szeroką skalę kredyty często służyły do zabezpieczenia interesów wierzycieli i ochronę ich przed skutkami kryzysów, w mniejszym stopniu natomiast pomagały dłużnikom przezwyciężyć kryzys płynności. „Fundamentalisci” rynkowi głosili opinie, że działania MFW naru-

¹³ Tamże, s. 68.

szyły zasady rynkowej alokacji inwestycji i przyczyniły się do powstania kryzysów, ponieważ prywatne instytucje finansowe udzielały ryzykownych i nadmiernych kredytów licząc, że w przypadku wystąpienia trudności z ich spłatą MFW udzieli pomocy dłużnikom i nie pozwoli im zbankrutować. W związku z tą krytyką, MFW wystąpił z propozycją, aby w celu ograniczenia „moralnego hazardu” wierzyciele byli włączani w przewyżczenie kryzysu finansowego i w większym zakresie ponosili jego ryzyko.

W szczególności, aby uzgadniać z władzami kraju dłużniczego, jakie podejmą wspólne działania w przypadku wybuchu kryzysu walutowego; np. z góry wyrazili zgodę na zamianę pożyczek krótkoterminowych na długoterminowe. Należy zaznaczyć, że pomimo opinii „fundamentalistów” domagających się ograniczenia roli (m.in. raport Komisji Meltzera w USA) lub nawet likwidacji MFW, rozszerza on swoją działalność jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Świadczyło o tym utworzenie nowych linii kredytowych (*Contingent Credit Line Facility*: CLL) dla krajów prowadzących rozsądną politykę gospodarczą, a narażonych na niebezpieczeństwo wybuchu kryzysu walutowego z przyczyn zewnętrznych – niezawinionych przez nie¹⁴.

Oznacza to, że MFW zamierza dokonać reorientacji swojej roli z instytucji uzdrawiającej na zapobiegającą kryzysom, co bardziej sprzyałoby zrównoważonemu wzrostowi w skali globalnej. Postulowano także zmianę pierwotnych pełnomocnictw MFW i Banku Światowego, jasnego podziału ich kompetencji i „odamerykanizowania”, czego symbolem byłoby przeniesienie MFW z Waszyngtonu do Paryża.

Nowe zasady ich działania zostały określone jako „Konsensus Postwaszyngtoński” (*Post-Washington Consensus*).

Stabilność globalnych rynków finansowych

Na stabilność globalnych rynków finansowych istotny wpływ wywierają wahania kursów walut. Ich żywiołowy charakter poprzez wpływ na ceny importu i eksportu, poziom stóp procentowych, dochodów i wpływów budżetowych państwa działa destabilizująco na ekonomiki poszczególnych krajów i prowadzi do kryzysów.

Przy mniejszych wahaniami kursowych znacznie łatwiej jest realnie planować efekty dochodowe i budżetowe. Jeśli uczestnicy rynków z wysoko rozwiniętych krajów w znacznej mierze są w stanie zabezpieczyć się przed wysokimi wahaniami kursowymi, a nawet wykorzystać je do celów spekulacyjnych, pogłębiając w ten sposób zjawiska kryzysowe, to dla ich partnerów w krajach rozwijających się jest to o wiele trudniejsze. Z reguły poza ich zasięgiem pozostają różnorodne zabezpieczające instrumenty finansowe oferowane przez wyspecjalizowane instytucje finansowe.

Należy wziąć także pod uwagę zależność rynków finansowych w ogóle, a wahań kursów słabszych walut w szczególności od polityki pieniężnej i walutowej instytucji finansowych w krajach kluczowych walut. Wynika z tego wysoka ich odpowiedzialność za stabilizację sytuacji na głównych rynkach

¹⁴ Tamże, s. 101.

finansowych i konieczność kooperacji przede wszystkim pomiędzy najważniejszymi instytucjami triady tj. Bankiem Rezerw Federalnych USA, Bankiem Japonii i Europejskim Bankiem Centralnym. O tym, że taka kooperacja może być skuteczna, świadczy interwencja, jaką te instytucje podjęły na rynkach walutowych po ataku terrorystycznym 11 września 2001 r.

Abstrahując od polityki pieniężnej i fiskalnej w celu stabilizacji kursów można brać pod uwagę następujące rozwiązania¹⁵:

1. Integracja obszarów walutowych.
2. System izby walutowej.
3. Segmentacja rynków walutowych.

Integracja walutowa może być niepełna lub pełna. Istniejący w latach 1979-1999 Europejski System Walutowy był niepełną integracją walutową. Uczestniczące w nim kraje zobowiązały się utrzymać wahania swoich walut w określonych granicach początkowo +/- 2,25%, później +/- 15% i podejmować w związku z tym konieczne interwencje na rynkach dewizowych. Próba utworzenia podobnego systemu – Azjatyckiego Funduszu Walutowego przed wybuchem kryzysu azjatyckiego w 1997 r. nie powiodła się.

Modelem przykładem wielostronnej i pełnej integracji walutowej jest Unia Gospodarcza i Walutowa. Wraz z jej powstaniem w 1999 r. i wprowadzeniem jednej wspólnej waluty – euro zniknęły wahania kursów i ryzyko kursowe oraz koszty transakcyjne przy wymianie walut. Wystąpienie euro w fizycznej postaci od 1 stycznia 2002 r. zwiększyło przejrzystość cenową i umożliwiło porównywanie ofert w krajach Unii. Przyczyniło się to do ożywienia handlu, wzmocniło międzynarodową konkurencyjność przemysłu tego ugrupowania i ułatwiło transgraniczne inwestycje i handel.

Spekulacyjne ataki na poszczególne waluty krajów Unii, jakie miały miejsce jeszcze w pierwszej połowie lat 90. należą obecnie już do przeszłości. Wiążąca się z wprowadzeniem wspólnej waluty większa stabilność gospodarcza zwiększyła odporność Eurolandu na kryzysy globalnych rynków finansowych. Roli euro nie należy przy tym rozumieć jako instrumentu, przy pomocy którego UE odgrodziła się od problemów finansowych innych regionów, ale jako walutę, która obecnie stanowi jedyną liczącą się alternatywę dla tworzenia globalnych rezerw walutowych w stosunku do USD.

Związanie własnej waluty może polegać albo na wprowadzeniu zamiast własnej, obcej kluczowej waluty, albo na jej ścisłym związaniu z taką walutą (*currency board*: zarząd walutą, tzw. system izby walutowej). W związku z tym możemy, podobnie jak przy wielostronnej integracji walutowej, mówić o pełnym lub niepełnym związaniu. Najczęściej w roli takiej waluty występuje dolar, a także, w mniejszym stopniu, euro. USD zamiast swojej waluty, czyli pełną dolaryzację wprowadziło kilka krajów Ameryki Południowej tj. Panama, Ekwador, Gwatemala, Salwador. Niepełna dolaryzacja (*currency board*) miała miejsce w 1984 roku w Hongkongu i Argentynie do końca 2001 r. Natomiast pełna euroizacja ma miejsce w kilku krajach południowej i wschodniej Europy.

¹⁵ Tamże, s. 104.

Jednostronne związanie własnej waluty może stabilizować rynek finansowy danego kraju zmniejszając wahania kursowe, którym kluczowe waluty ulegają w mniejszym stopniu niż słabe, i zwiększyć jego przejrzystość, a tym samym przyczyniać się do rozwoju handlu i inwestycji zagranicznych¹⁶. Z drugiej jednak strony oznacza ono utratę suwerenności pieniężnej, walutowej i gospodarczej. Nie ma przy tym żadnej gwarancji, że kraj kluczowej waluty będzie prowadził korzystną dla „dolaryzowanego” czy „eurozowanego” kraju politykę pieniężną. W szczególności konsekwencje mogą być fatalne, jeśli na skutek wysokiego kursu przyjętej waluty obcej nastąpi spadek eksportu i wzrost importu. Powstały deficyt bilansu handlowego może być sfinansowany tylko przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych lub przez wzrost zewnętrznego zadłużenia.

Doświadczenia Argentyny potwierdzają zastrzeżenia w stosunku do jednostronnego związania własnej waluty. Ścisłe związanie peso z dolarem tj. uzależnienie jego ilości w obiegu od rozmiarów rezerw dolarowych w stosunku 1:1, spowodowało przewartościowanie peso, z dalszymi negatywnymi skutkami dla konkurencyjności gospodarki. Powstał wysoki deficyt handlowy szczególnie z najważniejszymi partnerami tj. krajami Mercosuru i Brazylią. Pomimo wysokiej rentowności argentyńskich papierów wartościowych nie wyrównywał go napływ zagranicznego kapitału inwestycyjnego. Po odmowie udzielania kredytu przez MFW i Bank Światowy z końcem 2001 r., ze względu na niemożliwość spełnienia ich kryteriów, odstąpiono od zarządu walutą.

Peso zostało zdewaluowane, kryzys walutowy przeszedł w finansowy i bankowy, a w końcu w gospodarczy i polityczny. MFW zdecydował się na udzielenie Argentynie pomocy finansowej na spłatę jej zobowiązań wobec międzynarodowych organizacji finansowych, pomimo że nie wyraziła zgody na wprowadzenie szeregu zalecanych restrykcji gospodarczych i finansowych. Było to działanie według „starego schematu” tj. mające na celu zabezpieczenie przede wszystkim interesów wierzycieli, w tym również MFW.

Innym sposobem proponowanym w celu przeciwdziałania kryzysom finansowym jest podwyższenie kosztów transakcyjnych na rynkach walutowych, czyli ich segmentacja. Wyższe koszty ograniczyłyby płynność i żywotność przede wszystkim kapitału krótkoterminowego dokonującego największej ilości obrotów („gorący pieniądź”: *hot money*). Przy długoterminowych inwestycjach miałby on niewielkie znaczenie, ponieważ wymiana jednej waluty na inną następuje rzadko. Nawet niewielkie stawki takiego podatku powodowałyby znaczne obciążenia ze względu na to, że „gorący pieniądź” nawet kilka razy dziennie zmienia swoją walutową postać.

Propozycja opodatkowania transakcji walutowych w literaturze znana jest od dość dawna pod nazwą „podatek Tobina (*Tobin Tax*)” od nazwiska jej twórcy. Amerykański ekonomista, laureat nagrody Nobla James Tobin przedstawił koncepcję, zgodnie z którą transakcje walutowe byłyby opodatkowane w wysokości 1% w kraju, z którego waluta wypływa i w tej samej wysokości w kraju przypiływu waluty.

¹⁶ Tamże, s. 70.

W stosunku do podatku Tobina podnoszone są jednak zarzuty. Przede wszystkim dotyczą one konsekwencji dla funkcjonowania rynków dewizowych. Istnieje obawa, że spadnie ich efektywność. Z drugiej jednak strony nie można twierdzić, że przed wprowadzeniem tego podatku tj. obecnie, rynki są efektywne. Wręcz przeciwnie, częstotliwość kryzysów finansowych w latach 90. dowodzi czegoś innego. Występuje także obawa, że główni aktorzy gry na rynkach dewizowych mogą zastosować strategie pozwalające im uniknąć takiego podatku.

Ponadto, praktycznie niemożliwe jest oddzielenie czysto spekulacyjnych transakcji dewizowych od związanych z handlem czy inwestycjami bezpośrednimi. Z kolei, jeśli nie wszystkie kraje wyrażą zgodę na podatek Tobina, to wprowadzenie jego nie będzie możliwe, ponieważ transakcje finansowe zostałyby przeniesione do tych krajów. Mimo że generalnie podkreśla się korzyści opodatkowania transakcji dewizowych, to nie wydaje się, aby w głównych krajach była polityczna wola jego wprowadzenia ze względu na interesy sektora bankowego.

Segmentacja obszarów walutowych może także być realizowana poprzez kontrolę przepływów krótkoterminowych kapitałów spekulowanych¹⁷. W szczególności bardzo elastycznym instrumentem jest wprowadzenie obowiązku nieoprocentowanego deponowania części wprowadzanego na dany rynek kapitału w banku centralnym. Wysokość depozytu może wahać się od zera do 100% w zależności od okresu i sfery inwestowania. Pozytywne efekty zastosowania takiego instrumentu odnotowały w ostatnim okresie Chile i Słowenia, natomiast kontroli przepływów kapitału - Malezja i Chiny.

Podsumowanie

Globalizacja rynków finansowych przynosi szereg korzyści, ale i zagrożeń. Poprzez wzrost efektywności i zasięgu rynki finansowe przyczyniają się w większym stopniu niż wcześniej do gospodarczego i społecznego rozwoju. Skala finansowania prywatnych i publicznych inwestycji oraz wzrost majątku osób prywatnych, przedsiębiorstw i krajów bez ich udziału byłaby dużo mniejsza.

Deregulacja systemów finansowych i liberalizacja przepływów kapitałowych wzmacnia niestabilność i tendencje kryzysowe w różnych krajach i regionach świata. Dotykają one przede wszystkim mniej rozwinięte kraje prowadząc do pogłębienia się różnic w podziale korzyści i dysproporcji pomiędzy biednymi i bogatymi. Próby reform rynków finansowych należy aprobować i wspierać. Trzeba poszukiwać i rozwijać instrumentarium ich regulacji i rozwijać niezbędną kontrolę i interwencję na „żywiolowych rynkach”.

Wydarzenia z 11 września 2001 r. udowodniły, że zliberalizowane i zderegulowane rynki łatwo mogą być wykorzystane przez zorganizowane grupy przestępcze i terrorystyczne. Urzeczywistnienie koncepcji „globalnego sterowania” i „globalnej architektury finansowej” stanowi jedno z najważniejszych wyzwań, jakie stoi przed społeczeństwem XXI wieku.

¹⁷ Tamże, s. 69.

Polska po rozpadzie „bloku wschodniego” włączona została w procesy globalizacji. Obecnie polski rynek finansowy i walutowy jest w wysokim stopniu otwarty i zderegulowany. Jako członek Unii Europejskiej została włączona do systemu ERM-2, czyli ograniczonej unii walutowej. Swoboda kursu wahań poddana zostanie kontroli i ograniczona w przedziale +/- 15% od kursu parytetowego, co zmniejszy odporność złotego na spekulacje walutowe.

Strategia wchodzenia Polski do strefy euro wymaga pogodzenia stabilizacji monetarnej z wymogiem utrzymania konkurencyjności gospodarki: Polska powinna aktywnie włączyć się w inicjatywy międzynarodowe mające na celu tworzenie „globalnej architektury finansowej”.

Bibliografia

- Verdun A., *European Responses to Globalization and Financial Market Integration, Perceptions of Economic and Monetary Union in Britain, France and Germany*, Palgrave-Macmillan, Houndmills-New York 2000.
- Rogoff K., Zettelmeyer J., *Bankruptcy Procedures for Sovereigns. A history of Ideas*, 1976-2001, “IMF Working Paper” nr 133, Washington, D.C. 2002.
- Krugman Paul R., Obstfeld Maurice, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, ISBN: 83-01-12455-5.
- Rymarczyk J., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, ISBN: 978-83-208-1860-4.
- Iwanicz-Drozdowska M. (red.), *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, PWE, Warszawa 2002.
- Entering the 21st Century, World Development Report 1999/2000*, World Bank-Oxford University Press, New York 2000.